

한솔케미칼 (014680)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	360,000 원(유지)
증가(2022/05/30)	266,500 원
상승여력	35.1 %

Stock Indicator	
자본금	57 십억원
발행주식수	1,134만주
시가총액	3,021 십억원
외국인지분율	34.7%
52 주 주가	195,500~372,500 원
60 일평균거래량	80,491 주
60 일평균거래대금	19.0 십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	8.1	24.2	-10.6	6.6
상대수익률	9.1	25.3	-4.6	22.9



FY	2021	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	769	923	1,069	1,213
영업이익(십억원)	198	217	282	318
순이익(십억원)	148	162	210	238
EPS(원)	13,089	14,293	18,560	20,999
BPS(원)	60,805	73,120	89,702	108,723
PER(배)	23.3	18.6	14.4	12.7
PBR(배)	5.0	3.6	3.0	2.5
ROE(%)	23.9	21.3	22.8	21.2
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	14.7	11.1	8.4	7.0

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

[디스플레이/이차전지] 정원석
(2122-9203) wschung@hi-ib.com

여유 있게 보면 지금이 바닥

지난해 9월 이후 발생한 1.3 조원의 시가총액 감소는 과도하다고 판단

동사 주가는 지난해 9월 이후 고점 대비 30% 하락하며 시가총액 기준 약 1.3 조원 가량이 낮아졌다. 주가 하락의 주요 원인은 크게 3 가지로 요약된다. 첫째, 지난해 하반기부터 NB 라텍스 업황이 급격히 무너졌다. 둘째, 11 월을 기점으로 국내 이차전지 업종 주가가 큰 폭의 조정을 거쳤다. 셋째, 동사의 주력 사업인 반도체/디스플레이용 과산화수소의 원재료가 되는 석유, 천연가스 가격 상승으로 수익성 둔화 우려가 부각됐다. 그러나 국내 이차전지 소재 업종 주가는 1Q22 를 바닥으로 가파른 회복세를 보였다. 또한 과산화수소 원재료가 가격 상승세를 보이긴 했지만 제품 판가의 인상 조치로 수익성을 방어하고 있다. 남은 우려 요인은 NB 라텍스 부문뿐이다. COVID-19 사태로 인한 가파른 가격 상승세로 지난 2 년간 실적에 긍정적인 영향을 미쳤으나 지난해 하반기부터 무너진 NB 라텍스 업황은 아직까지 뚜렷한 회복세를 보이지 못하고 있다. 그러나 2021 년 NB 라텍스 부문 매출액은 약 300~350 억원 수준으로 전체 실적에서 절대적이지 않다는 점을 고려할 때 약 1.3 조원의 시가총액 감소는 과도한 것으로 판단된다.

NB 라텍스 점진적인 회복세와 함께 하반기 실적 개선 가파를 전망

동사 2Q22 실적은 매출액 2,200 억원(YoY: +17%, QoQ: -1%), 영업이익 560 억원(YoY: +3%, QoQ: +3%)으로 QD 전자재료 계절적 비수기임에도 불구하고 양호할 전망이다. 부문별로 살펴보면 반도체/디스플레이용 과산화수소는 전방 반도체 고객사들의 캐파 증설 효과로 수요가 상당히 견조한 상황이며, 판가 인상 조치를 통해 원재료 가격 상승에 따른 수익성 하락을 방어 중이다. 프리커서는 파운드리용 TSA 제품을 중심으로 출하가 견조하며, 하반기부터는 글로벌 파운드리 업체를 신규 고객사로 공급이 시작되면서 뚜렷한 매출 상승세가 기대된다. 또한 이차전지 바인더와 연결 자회사인 테이팩스의 이차전지 테이프의 뚜렷한 물량 증가가 예상된다는 점도 긍정적이다. NB 라텍스 부문은 큰 폭의 제품 가격 하락과 낮은 가동률로 상반기에 적자가 불가피하겠지만 최근 말레이시아 장갑 공장들의 가동이 점차 재개되고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 이를 반영한 2022 년 매출액과 영업이익은 각각 9,230 억원(YoY: +20%), 2,170 억원(YoY: +9%)으로 추정된다.

매수 투자 의견과 목표주가 유지

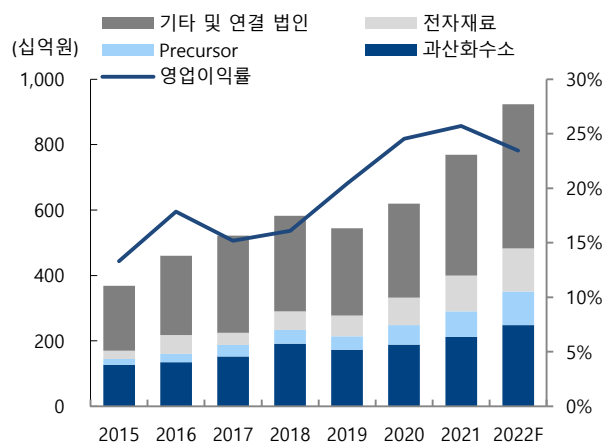
동사에 대한 매수 투자 의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가는 기존 반도체 케미칼, QD 부문과 이차전지 소재의 높은 성장성을 고려해 각 사업부문의 2022 년, 2023 년 예상 지배주주순이익 기준 SOTP 방식을 활용해 산출했다. 현 주가는 2022 년, 2023 년 예상 실적 기준 P/E 가 각각 18.6 배, 14.4 배 수준이다. 반도체 소재 업종 내 ROE 가 가장 높고, 성장성이 큰 이차전지 소재(바인더, 실리콘 음극재) 사업이 본격화되고 있다는 점을 고려할 때 상대적으로 높은 Multiple 적용에 무리가 없다고 판단된다. 당사 추정치의 2022 년 개별 기준 영업이익에서 이차전지 소재가 차지하는 비중은 약 15~20%이며, 실리콘 음극재 양산이 시작되는 2023 년에는 더욱 확대될 전망이다. 최근 주가 조정을 비중 확대 기회로 활용할 것을 추천한다.

표 1. 한솔케미칼 사업부문 분기별 실적 추이 및 전망

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2021	2022F	2023F
(단위: 십억원)											
매출액	177	187	197	208	222	220	247	234	769	923	1,069
과산화수소	49	52	54	57	61	58	69	61	212	248	269
Precursor	18	19	20	21	26	23	28	25	78	102	127
전자재료	25	26	29	29	32	33	35	32	110	132	146
기타 및 연결 법인	85	90	93	100	103	105	116	117	369	441	527
YoY	21%	26%	19%	31%	26%	17%	26%	13%	24%	20%	16%
QoQ	11%	6%	5%	6%	7%	-1%	12%	-5%	-	-	-
매출원가	110	119	125	147	151	147	162	166	501	625	698
매출원가율	62%	63%	63%	71%	68%	67%	66%	71%	65%	68%	65%
매출총이익	67	69	72	60	71	73	85	69	268	298	371
매출총이익률	38%	37%	37%	29%	32%	33%	34%	29%	35%	32%	35%
판매비 및 관리비	15	15	16	25	18	18	28	18	70	125	199
판매비율	8%	8%	8%	12%	8%	7%	12%	7%	9%	14%	19%
영업이익	52	54	56	36	54	56	67	41	198	217	282
영업이익률	30%	29%	29%	17%	24%	25%	27%	17%	26%	23%	26%
YoY	49%	39%	9%	32%	4%	3%	19%	14%	30%	10%	30%
QoQ	95%	-65%	7%	-34%	52%	3%	20%	-39%	-	-	-
세전이익	57	58	60	33	58	57	68	42	209	225	301
당기순이익	44	45	46	24	44	43	53	33	159	173	229
순이익률	25%	24%	23%	12%	20%	19%	21%	14%	21%	19%	21%
YoY	24%	39%	8%	20%	1%	-5%	16%	34%	22%	9%	33%
QoQ	114%	-65%	2%	-47%	81%	-3%	23%	-38%	-	-	-

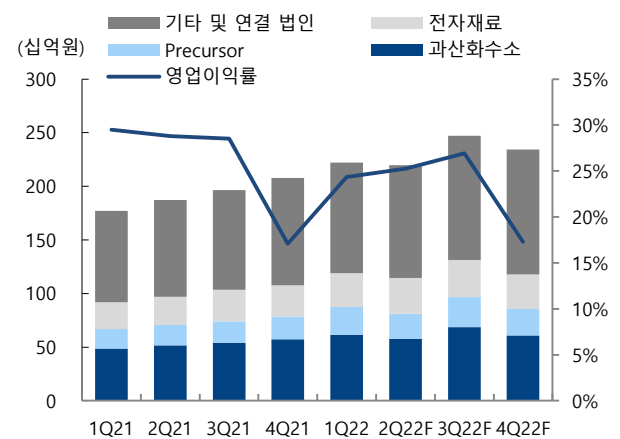
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 1. 한솔케미칼 연간 실적 추이 및 전망



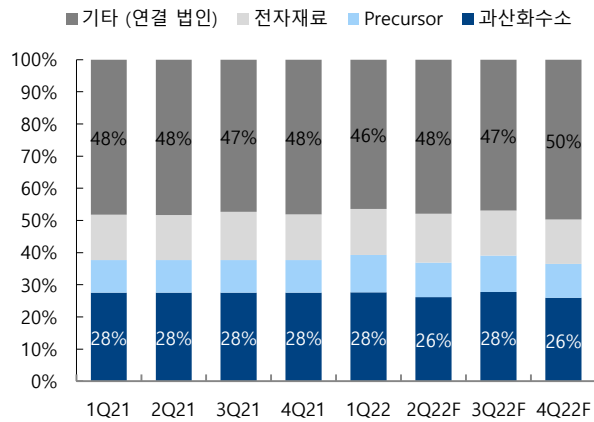
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 2. 한솔케미칼 분기별 실적 추이 및 전망



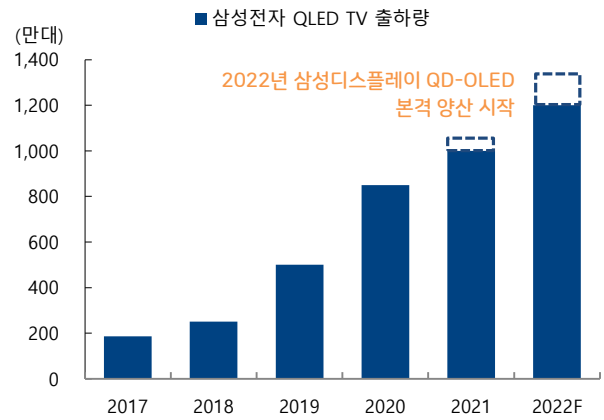
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 3. 한솔케미칼 사업부문별 매출 비중 추이 및 전망



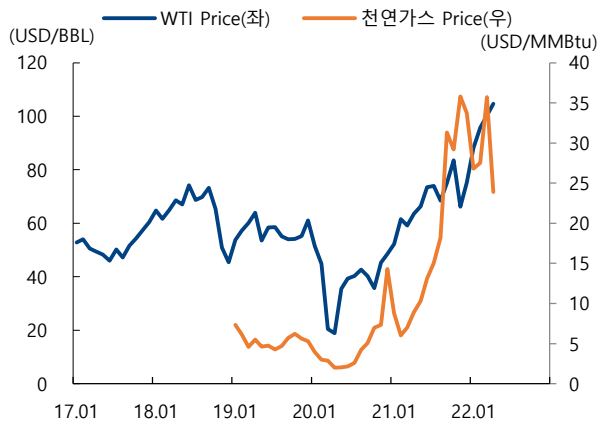
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 4. 삼성전자 QLED(LCD) TV 연간 출하량 추이 및 전망



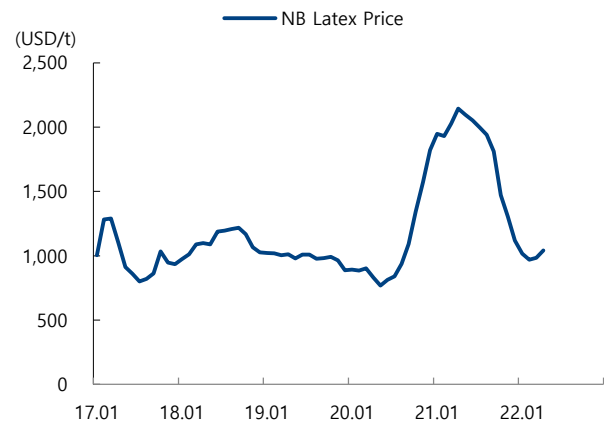
자료: 하이투자증권

그림 5. WTI, 천연가스 가격 월별 추이



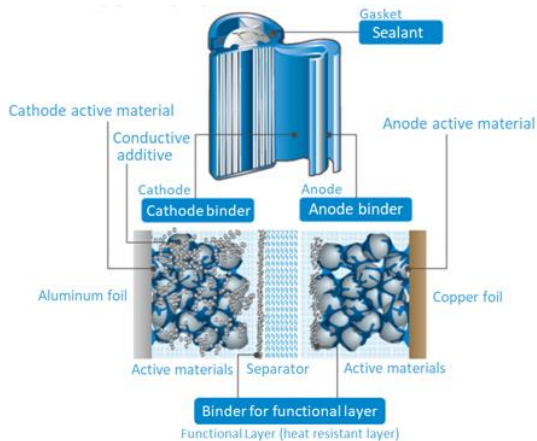
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림 6. NB 라텍스 가격 월별 추이



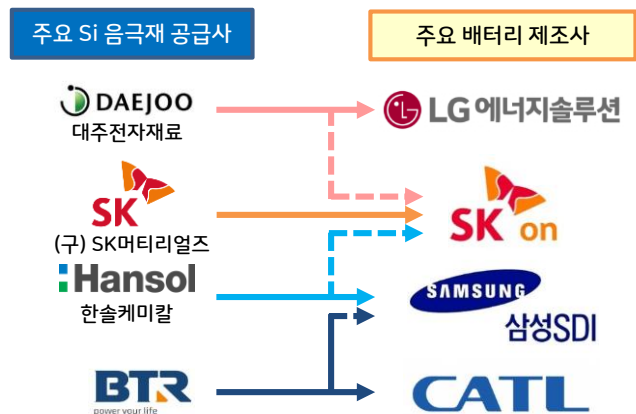
자료: KITA, 하이투자증권

그림 7. 리튬이온전지 바인더 종류 및 구조



자료: Zeon, 하이투자증권

그림 8. 국내 실리콘 음극재 Supply chain



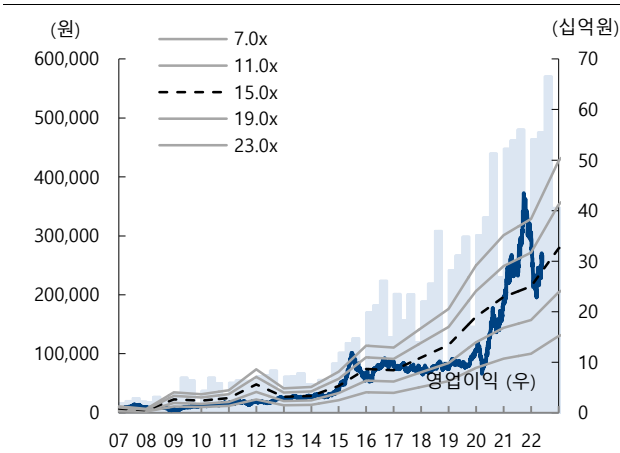
자료: 하이투자증권

표 2. 한솔케미칼 목표주가 산출

구분		예상 순이익		Target Multiple		적정 기업 가치		비고
		2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
영업가치 (십억원) (a)	전체	173	229	22.4x	17.6x	3,869	4,027	
	반도체 Chemical	102	117	13.5x	11.3x	1,375	1,320	반도체 소재, 부품 업종 평균 P/E 적용
	전자재료(QD)	32	35	24.0x	24.0x	761	844	덕산네오룩스 5년간 평균 P/E 적용
	이차전지 소재	27	37	57.7x	34.5x	1,550	1,259	이차전지 소재 업종 평균 P/E 적용
	연결 자회사 및 기타	12	40	15.0x	15.0x	183	605	
비영업가치 (십억원) (b)	순차입금					-56	-219	
적정 기업 가치(십억원) (c)						3,925	4,246	(c)=(a)-(b)
총 주식수(천주) (d)							11,335	
적정주가(원) (e)						346,256	374,560	(e)=(c)/(d)
목표주가(원)						360,000		12개월 Forward 실적 기준
전일 종가(원)						266,500		2022년 예상 실적 기준 P/E 18.6배
상승 여력						35.1%		

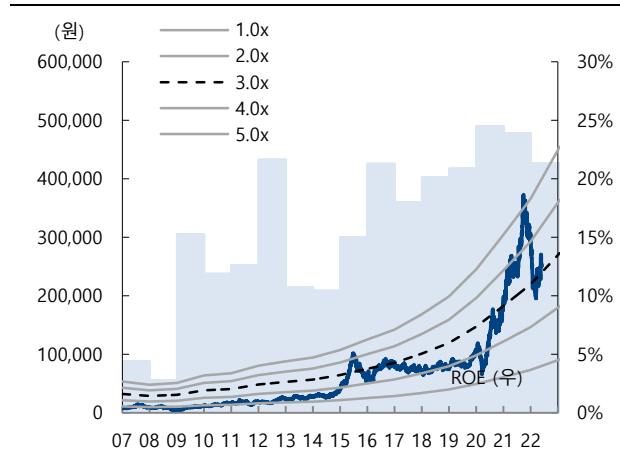
자료: 한솔케미칼, 하이투자증권

그림 9. 한솔케미칼 12개월 Forward P/E Chart



자료: 하이투자증권

그림 10. 한솔케미칼 12개월 Forward P/B Chart



자료: 하이투자증권

표 3. 국내 주요 이차전지 소재, 부품 업종 Peer valuation table

소재	업체명	주가 (원) (5/30)	시가총액 (십억원)	P/E (배)				P/B (배)			EV/EBITDA (배)			순이익 증가			ROE (%)		
				21	22F	23F	24F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F	21	22F	23F
셀	LGES	439,500	102,843	N/A	112	74.3	54.8	N/A	5.6	5.2	N/A	31.6	22.5	흑전	7%	55%	10.7	6.9	7.3
	삼성SDI	581,000	39,952	42.6	25.2	21.1	17.8	3.2	2.4	2.1	16.2	14.0	11.3	98%	37%	19%	8.5	10.4	11.1
양극재	에코프로비엠	489,200	11,212	63.1	64.1	43.3	29.3	12.1	12.5	9.5	70.5	35.1	23.3	110%	103%	56%	20.3	24.3	25.1
	포스코케미칼	132,000	10,225	85.4	70.9	46.4	31.9	4.9	4.1	3.8	49.8	42.7	27.9	350%	7%	54%	7.9	5.9	8.5
	엘앤에프	249,900	8,979	-35	41.3	32.0	22.7	6.3	9.5	7.1	-82	29.6	20.8	적자	흑전	31%	-27	29.2	28.1
분리막	SKIET	122,000	8,698	132	105	40.8	26.5	5.9	3.8	3.4	49.7	36.3	20.1	8%	-16%	165%	5.6	3.7	8.8
전지박	SKC	154,000	5,832	25.6	25.5	23.4	19.1	2.7	2.5	2.3	12.4	11.4	10.8	365%	-5%	5%	11.6	11.0	11.0
	일진머티리얼즈	83,700	3,859	61.3	43.7	32.9	24.2	3.9	3.3	3.0	46.9	19.6	14.8	48%	55%	34%	7.9	8.2	9.6
	솔루스첨단소재	60,200	2,114	208	107	39.4	25.6	8.2	6.2	5.3	76.5	31.4	16.7	흑전	N/A	236%	4.0	6.6	14.4
전해액/ 전해질	천보	269,700	2,697	51.8	48.1	32.0	21.9	7.9	7.3	5.7	48.8	27.9	18.9	75%	26%	51%	17.2	17.3	20.2
	후성	23,450	2,172	60.0	14.4	13.9	11.6	5.5	6.1	4.7	25.0	9.4	8.3	흑전	403%	3%	9.6	50.0	37.8
	엔캠	75,700	1,152	-69	44.6	24.6	17.4	7.1	5.1	4.2	-90	25.4	15.9	적자	흑전	86%	-12	11.9	18.9
	동화기업	82,000	1,657	37.8	20.2	16.3	13.8	2.2	2.1	1.8	N/A	10.1	8.2	39%	86%	25%	6.7	12.2	13.1
실리콘 음극재	한솔케미칼	266,500	3,021	20.6	18.5	15.2	12.6	4.4	3.6	3.0	13.9	10.6	8.3	22%	9%	22%	23.9	21.5	21.8
	대주전자재료	89,900	1,392	44.4	N/A	N/A	N/A	7.5	N/A	N/A	68.7	N/A	N/A	338%	N/A	N/A	21.2	N/A	N/A
	나노신소재	92,800	1,007	57.5	110	68.6	29.6	4.2	10.3	9.0	62.9	N/A	N/A	350%	33%	69%	7.7	9.5	14.3
부품	상아프론테크	39,500	632	94.0	N/A	N/A	N/A	4.8	N/A	N/A	34.0	N/A	N/A	301%	N/A	N/A	5.6	N/A	N/A
	신흥에스이씨	59,800	464	16.7	15.0	10.9	8.2	1.8	1.7	1.5	9.3	7.3	5.6	46%	26%	44%	12.7	11.8	14.3
평균				52.7	54.1	33.4	22.9	5.4	5.4	4.5	25.8	22.8	15.6	165%	59%	60%	7.9	15.0	16.5

자료: Quantiwise, 하이투자증권

주: 2022년 5월 30일 종가 기준

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	411	549	740	963
현금 및 현금성자산	66	185	331	527
단기금융자산	135	142	149	156
매출채권	106	113	132	142
재고자산	100	105	124	133
비유동자산	786	799	808	818
유형자산	625	635	643	650
무형자산	67	65	64	63
자산총계	1,197	1,348	1,548	1,780
유동부채	200	211	218	230
매입채무	90	102	110	121
단기차입금	10	10	10	10
유동성장기부채	70	70	70	70
비유동부채	230	220	210	200
사채	145	135	125	115
장기차입금	56	56	56	56
부채총계	429	430	428	429
자배주주지분	689	829	1,017	1,232
자본금	57	57	57	57
자본잉여금	33	33	33	33
이익잉여금	596	735	922	1,136
기타자본항목	9	9	9	9
비자배주주지분	79	89	103	119
자본총계	768	918	1,120	1,351

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	769	923	1,069	1,213
증가율(%)	24.1	20.1	15.8	13.5
매출원가	501	625	698	791
매출총이익	268	298	371	422
판매비와관리비	70	81	89	104
연구개발비	0	0	0	0
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	198	217	282	318
증가율(%)	30.1	9.6	30.0	13.0
영업이익률(%)	25.7	23.5	26.4	26.2
이자수익	2	3	4	6
이자비용	6	6	6	5
지분법이익(손실)	13	13	13	13
기타영업외손익	0	-2	-1	-1
세전계속사업이익	209	225	294	332
법인세비용	50	53	70	78
세전계속이익률(%)	27.2	24.4	27.5	27.4
당기순이익	159	173	225	254
순이익률(%)	20.6	18.7	21.0	20.9
지배주주귀속 순이익	148	162	210	238
기타포괄이익	1	1	1	1
총포괄이익	160	173	225	255
지배주주귀속총포괄이익	149	163	211	239

현금흐름표

(단위:십억원)	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	143	237	263	315
당기순이익	159	173	225	254
유형자산감가상각비	41	50	53	52
무형자산상각비	1	1	1	1
지분법관련손실(이익)	13	13	13	13
투자활동 현금흐름	-180	-62	-61	-62
유형자산의 처분(취득)	-122	-60	-60	-60
무형자산의 처분(취득)	0	-	-	-
금융상품의 증감	26	126	153	204
재무활동 현금흐름	4	-33	-32	-32
단기금융부채의증감	0	-	-	-
장기금융부채의증감	0	-	-	-
자본의증감	24	-10	-10	-10
배당금지급	-	-	-	-
현금및현금성자산의증감	-32	119	146	197
기초현금및현금성자산	98	66	185	331
기말현금및현금성자산	66	185	331	528

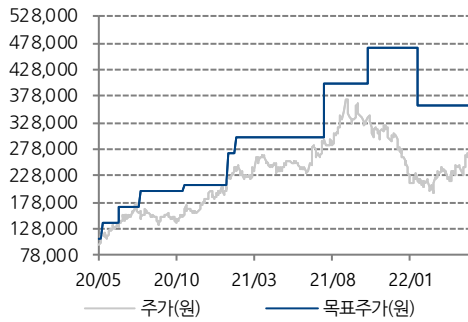
주요투자지표

	2021	2022E	2023E	2024E
주당지표(원)				
EPS	13,089	14,293	18,560	20,999
BPS	60,805	73,120	89,702	108,723
CFPS	16,849	18,780	23,293	25,709
DPS	2,100	2,100	2,100	2,100
Valuation(배)				
PER	23.3	18.6	14.4	12.7
PBR	5.0	3.6	3.0	2.5
PCR	18.1	14.2	11.4	10.4
EV/EBITDA	14.7	11.1	8.4	7.0
Key Financial Ratio(%)				
ROE	23.9	21.3	22.8	21.2
EBITDA 이익률	31.3	29.0	31.4	30.6
부채비율	55.9	46.9	38.2	31.8
순부채비율	10.4	-6.1	-19.5	-32.0
매출채권회전율(x)	8.9	8.4	8.7	8.9
재고자산회전율(x)	9.6	9.0	9.3	9.5

자료 : 한솔케미칼, 하이투자증권 리서치본부

한솔케미칼

최근 2년간 투자이전 변동 내역 및 목표주가 추이



일자	투자이전	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2020-06-05	Buy	140,000	1년	-11.4%	-3.2%
2020-07-08	Buy	170,000	1년	-9.3%	4.1%
2020-08-18	Buy	200,000	1년	-25.0%	-17.8%
2020-11-12	Buy	210,000	1년	-14.1%	3.6%
2021-02-08	Buy	270,000	1년	-14.0%	-10.4%
2021-02-22	Buy	300,000	1년	-17.0%	-2.2%
2021-08-13	Buy	400,000	1년	-18.7%	-6.9%
2021-11-08	Buy	470,000	1년	-39.0%	-27.2%
2022-02-14	Buy	360,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 정원석, 박상욱)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상

- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락

- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2022-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	97.3%	2.7%	